

財政状態及び経営成績に関する経営者の説明に係る開示規制

Disclosure Regulations Regarding Management Commentary of Financial Condition and Results of Operations

久 保 幸 年

はじめに

証券市場がその機能を的確に果たすためには、不特定多数の投資者による投資判断が投合される必要があるが、自己責任原則の下での投資判断においては投資判断情報が適時、的確に開示される制度が整備・運用されていることが大前提となる。企業内容等の開示に関する制度においては、財務諸表（連結財務諸表及び個別財務諸表をいう。以下、同じ。）とそれ以外の記述的情報（以下「財務諸表以外の情報」という。）に係る開示規制を設けている。投資判断情報において、事業年度毎の財政状態及び経営成績（以下「財政状態等」という。）に係る実績を示す決算情報としての財務諸表は企業価値の評価において重要な役割を占めていることは改めていうまでもないことであろう。

しかし、財務諸表のみの開示では、財務諸表が表示するとされている財政状態等を財務諸表の利用者たる企業外部の投資者が適切に理解できないところがある。また、投資判断においての基礎的情報となる企業価値のうち、財務諸表には計上されない経営資源がある。したがって、こうしたことを踏まえれば、財務諸表が表示目的としている財政状態等について財務諸表との関係を含めた記述的な説明が必要である。この財政状態等に関する経営者の説明の投資判断における重要性からすれば、それが実効性のある開示として有効適切に実施されているか、開示上の課題がある場合にはそれに対する開示規制における対応に問題がないかについて明らかにされる必要がある。

そこで、本稿においては、投資判断情報の開示ルート構成を踏まえ、それぞれの開示ルートにおける財務諸表以外の情報の中で財務諸表の利用に欠くことのできない財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制における課題とその改善対応について論述することとする。

1. 投資判断情報の開示ルートと開示規制の構成

投資判断情報の開示規制に関する検討は、まず証券市場に対してどのようなルートにより情報開示がなされることになっているかを明らかにしたうえで行うことが適当

である。そこで、証券市場に対する投資判断情報の開示を開示主体別にみれば、④有価証券の発行者（上場会社等）が行う開示、⑤証券市場の開設及び管理運営を行う者（金融商品取引所等）が行う開示、③これら④、⑤以外の者（政府、中央銀行等）が行う開示に区分される。これらのうち、本稿では、内国会社である上場会社が開示主体として行う④を取り上げることとする。

開示主体が上場会社である場合の投資判断情報の開示ルートは、次の三つに区分される^{（注1）}。

- ① 公的規制による開示…証券市場に係る規制法たる金融商品取引法による法定開示制度による開示
- ② 自主規制による開示…証券市場における自主規制機関たる金融商品取引所の規則または要請等による適時開示制度による開示
- ③ 任意の開示…上場会社が自発的に任意に行う開示

上記①と②は、開示の根拠が法令か金融商品取引所（以下「取引所」という。）^{（注2）}の規則等かという違いはあるものの、開示主体たる上場会社にとってはいずれも開示の実施が義務付けられているものである。したがって、②も「制度」と呼称している。この法令・規則等は、投資者に対して投資の自己責任を求める前提としての投資判断情報の開示による投資者保護に資するため、それぞれの役割を踏まえて適切に機能するものでなければならない。取引所は、証券市場における有価証券の売買等を公正にし、投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならないことが金融商品取引法により義務付けられていることから（金商法84条1項）、適時開示制度も実質的には金融商品取引法による企業内容等の開示制度を整備するものとして位置付けられるものというべきである。

以上のとおり、①、②はいずれも開示制度を構築しているものであり、開示規制の検討においては、両者を取り上げる必要がある。この点を踏まえて、本稿においては事業年度毎の定期開示書類として、法定開示書類である有価証券報告書と決算発表^{（注3）}において用いられる決算短信における財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制について論述することとする。

2. 財政状態等に関する経営者の説明の必要性

財務諸表は、企業の財政状態等の実績を金額的に集約表示することを目的としたものであることから、企業の経営目標には財務諸表に計上された金額を用いたROE、経常利益率等が多く利用されている。また、財務諸表は投資判断情報における中核的役割を占めるものであるため^{（注4）}、投資判断の指針としても広く利用されていると

ころである。しかし、財務諸表が表示する目的としている財政状態等の実態について財務諸表だけでは外部の利用者には理解できないところがあること及び企業の将来キャッシュ・フローの評価において欠くことのできない経営資源の中で財務諸表に計上されないものがあることから、それらに関する経営者の説明の必要性について以下において取り上げる。

(1) 財務諸表計上金額に関する説明の必要性

経営活動における過去の実績を分析・評価して得られた傾向等が将来も継続するかどうかを判断することは、将来の予測を行うための一般的なプロセスの一つである。そこで、財政状態等の実績を把握することは、投資判断における将来キャッシュ・フローの予測を行う上で必要なこととなる。そのため、財務諸表に計上されている当期の財政状態等の実績及び過年度との変動をもたらした原因を把握し、財務諸表に計上されている金額の水準及び関係科目との関係等を算定・評価することになる。

しかし、財務諸表は、その計上金額をもたらした原因についての記述的説明を表示しているわけではない。例えば、当期の売上高が前期と比して増収だった場合、その増収傾向が今後も継続するのかどうかという将来予測を行うためには、増収実績をもたらした原因の説明として増収の構成・要因や事業年度毎の特徴及び各事業年度毎の類似性または相違性並びに各事業年度の計画の達成状況の説明が必要不可欠のものである。したがって、財政状態等の結果を導出した経営計画を策定し実施してきた経営者が財政状態等について説明することは、企業外部の投資者による財務諸表に対する理解と分析を実態に即したものとすることに大きく資するものである。

このように、投資者が、財務諸表計上金額の理解及び財務諸表の分析により得られる実績傾向と今後の見込みとの関係性を評価・推断するためには、経営者による財務諸表計上金額そのものに関する説明及びそれを踏まえた財務諸表の分析について説明することが投資判断情報として欠かせないものといえよう。つまり、財務諸表のみでは、そこに計上されている金額を説明する機能は有効かつ適切には発揮できないということである。

(2) 財務諸表に計上されない経営資源に関する説明の必要性

投資者による投資判断においては企業価値の評価に資する情報が求められるが、企業価値の測定は、一般に企業の将来キャッシュ・フローの現在価値評価が基礎となる。そこで、上述の財務諸表計上金額に関する説明及びそれを踏まえた財務諸表の分析の結果を的確に説明するためには、将来キャッシュ・フロー獲得に資する要素と財務諸表との関係を踏まえたものでなければならない。両者の関係において、最も注目しなければならないことは、一般に公正妥当と認められる会計基準（Generally Accepted Accounting Principles 以下「GAAP」という。）に基づき、財務諸表は経営資源

の全てを計上することは困難であるということである。その結果、財務諸表には企業価値評価を行うための情報に欠けているものがある。例えば、次に掲げる経営資源が経営活動において実際に機能している場合、経済的便益の獲得において重要な役割を果たすものであるが、これらはG A A Pにおける資産の認識及び測定の要件に照らして、現行の制度会計による財務諸表においては計上が認められないものである。

① 自己創設のブランド、生産ノウハウ、のれん等の無形資産

② 経営者等の人的資源

企業は、経営活動プロセスにおいて経営資源の利用により成果を求めることとなるが、現存の経営資源が貸借対照表に表示される資産のみでないことは上述のとおりであり、また損益計算書に計上される利益には、上述の経営資源の発生並びに増加及び増価は含まれていない。つまり、一定の業績動向の傾向が確実とされているような特殊な場合を除き、財務諸表に表示される過去実績に関する情報のみをもって将来キャッシュ・フローの見積りを合理的に行うことは困難であろう。

そこで、損益計算書において表示される経営成績としての売上高や利益等が貸借対照表に計上されている資産及び計上されていない現存の経営資源の利用によってもたらされたものであることを踏まえ、財政状態等の説明においてそれらを取り上げる必要がある。すなわち、財務諸表に計上されない重要な経営資源の存在と効果も取り上げて財政状態等の実績を説明することが将来キャッシュ・フローの見積りにおいて有用な情報となるということである。ただし、財務諸表に計上されない経営資源についての直接的な金額的表示は困難であるため、それぞれの経営資源の属性を踏まえて、財務諸表計上金額との関係を経営者が説明していく必要がある。

3. アメリカにおける財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制

有価証券報告書における財政状態等に関する経営者の説明の開示は、アメリカの証券取引委員会（U. S. Securities and Exchange Commission以下「SEC」という。）の定性的情報に関する開示規則であるレギュレーションS-K（Item303）による「財政状態及び経営成績に関する経営者による説明と分析」（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations 以下「MD&Aという。」）の開示を参考にして導入されたと考えられる^{（注5）}。そこで、まずMD&Aに係る開示規制を取り上げることとする。

（1）MD&Aの開示内容

MD&Aは、企業（SEC登録会社）の財務の状況及び経営成績の状態及び変化について、財務諸表に計上されるもの及び計上されないものを含めて、経営者が分析し、説明するものである。この分析・説明においては、財務諸表に示される実績だけでな

く、将来における情報も含まれる。具体的には、流動性（Liquidity）、資本の源泉（Capital resources）、経営成績（Results of operations）、オフバランス取引（Off-balance sheet arrangements）、契約上の債務（Tabular disclosure of contractual obligations）の開示である。これらの概要を示せば、次のとおりである。

① 流動性

流動性（定義：企業の現在及び将来の資金ニーズを満たすために必要な資金を生み出す能力）に関して、次の事項の説明を行うことが求められている。

- イ) 流動性の向上または悪化に重要な影響を及ぼすことが見込まれるあらゆる傾向、要因（demands）、コミットメント、事象、不確定要素（uncertainties）に係る既知の事項
- ロ) 重要な流動性の不足が明らかである場合は、それを解消するためにとつたまたは今後とる対応策
- ハ) その他の内部及び外部の流動性の源泉、未使用の流動性資産に関する事項

② 資本の源泉

資本の源泉に関して、次の事項の説明が求められている。なお、その説明においては、資本、負債及びオフバランス対応の間の変化を考慮する。

- イ) 期末における資本的支出（capital expenditures）に対する重要なコミットメントについて、その目的及び所要資金の調達源泉
- ロ) 資本の源泉のコストに係る重要な変動見込みと重要な既知の傾向

③ 経営成績

経営成績に関して、次の事項の説明が求められている。

- イ) 継続的営業活動による損益に重要な影響を及ぼす非経常的（unusual or infrequent）な事象、取引または重要な経済環境の変化とその影響並びに収益・費用の重要な構成要素
- ロ) 継続的営業活動による売上高、損益に重大な影響を及ぼすと見込まれる既知の傾向、不確定要素。また、費用と収益との関係に重要な変化（例えば、今後の人件費、原料費の増加）を及ぼすと認識している事項
- ハ) 重要な売上高の増加をもたらした価格効果・数量効果、新規の製品・サービス
- ニ) 継続的営業活動（最近3年間）による売上高に対するインフレ、価格変動の影響

④ オフバランス取引

オフバランス取引を適切に分類して、投資者にとって重要な、当期または将

来における財政状態とその変動、収益・費用、流動性、資金調達コスト、資本源泉に影響を及ぼすまたは影響を及ぼすと合理的に見込まれるオフバランス取引について説明することが求められている。

イ) オフバランス取引の内容と事業上の目的

ロ) 流動性、資本源泉、市場リスクまたは信用リスクの保証その他の便益という観点からのオフバランス取引の重要性

ハ) オフバランス取引から生ずる収益、費用及びキャッシュ・フロー金額等

ニ) 重要な便益をもたらすオフバランス取引の終結、または利用可能性の重要な縮減等となる、またはそうすると合理的に見込まれる事象、請求、コミットメント、傾向、不確実性

⑤ 契約上の債務

期限毎に契約上の債務（長期借入債務、キャピタルリース、オペレーティングリース、買取義務、その他の長期負債）を表の形式において一覧にして、まとめて説明することが求められている。

(2) MD&A開示に関する取扱い等の設定

MD&Aの開示に係る理解のため、MD&Aの目的、その開示における留意事項等を規定した取扱いが設けられている（Instructions to paragraph 303(a)）。また、開示規制に関する対応をより実効性のあるものとする観点から、MD&A開示規定の適用に係る留意事項に関して、「MD&Aに関するSECガイダンス」^(注6)が設けられている。このSECガイダンスは、MD&Aの全般的な開示の仕方と焦点となる点を含めて、MD&Aにおける多くの部分で、より有意義な開示を引き出すことを意図したものである。そのために、同ガイダンスは開示の目的、開示における留意事項、開示（説明と分析）を行う場合の指針等を提示している。このほか、同様の観点から、MD&Aを規定した趣旨等の説明文書、個別の開示項目に関する見解がSECから公表されている^(注7)。

4. わが国における財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制

わが国における財政状態等に関する経営者の説明に関する開示規制は、導入の際に参考にしたと考えられるMD&Aに係るSEC開示規制（Reg. S-K：Item303等）における開示項目等の具体的内容の取入れが極めて限定的なものとなっているほか、規制体系も大きく異なっている。また、法定開示制度における有価証券報告書と適時開示制度における決算短信において全く異なる別の規制となっている。次に取り上げる両者の開示規制の内容をみると、それぞれの開示の時期の相違^(注8)を踏まえての対応からもたらされた相違ともいえず、また両者の補完関係も認められないものである。

(1) 有価証券報告書に係る開示規制

有価証券報告書においては、財政状態等に関する経営者の説明は「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」として、企業内容等の開示に関する内閣府令の第三号様式における記載上の注意（16）（同内閣府令第二号様式記載上の注意（36）を準用）（以下「記載上の注意」という。）における規定により、次のように記載すなわち開示することが求められている。

- ① 報告書に記載した事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適正な判断を行うことができるよう、提出会社の代表者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関する分析・検討内容（例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。
- ② 「4 事業等のリスク」において、重要事象等が存在する旨及びその内容を記載した場合には、当該重要事象等についての分析・検討内容及び当該事象等を解消し、または改善するための具体策を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。
- ③ 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は報告書提出日現在において判断したものである旨を記載すること

(2) 決算短信に係る開示規制

決算短信においては、財政状態等に関する経営者の説明は定性的情報として、その開示を次のとおり求めている（東証「決算短信・四半期決算短信 記載要領等」、以下「記載要領」という。）。

- ① 定性的情報の開示の充実に関する要請

上場会社各社の事業活動、経営成績及び財政状態に関する適切な情報開示を通じ、投資者の的確な投資判断を促すため、財務諸表によって表示される数値情報だけでは読み取ることが困難な上場会社各社の経営実態について、上場会社自身の分析や判断に基づいて説明を行った文章情報（定性的情報）について、「決算短信（添付資料）」への記載と充実を求めている（「記載要領」1.（2）③）。

- ② 開示事項

定性的情報として、財政状態等に関する経営者の説明に係る記載事項すなわち開示事項は以下のとおりである（「記載要領」2.（1）②a）。ただし、本稿では当期の財政状態等に関する説明・開示を取り上げているので、将来情報や経営目標等そのものに関する開示を目的とする開示事項は除いている^{（注9）}。

イ) 経営成績に関する分析

- 当期の経営成績
 - ・ 生産、販売、損益など、当期における業績全般及びセグメント・事業分野別の動向に関する分析を記載する。
 - ・ 当期における主な勘定科目等の増減の状況だけでなく、当期の業績に重要な影響（好影響と悪影響の双方を含む。）を与えたと上場会社自身が判断する事実、取引、契約並びに経済的な環境変化の内容及び影響の程度について記載する。

ロ) 財政状態に関する分析

- 資産、負債、純資産及びキャッシュ・フローの状況に関する分析
 - ・ 当期における資産、負債、純資産及びキャッシュ・フローの状況に関する分析（増減の状況及びその主な要因）及び次期を含む将来の見通しを記載する。
- キャッシュ・フロー関連指標の推移
 - ・ 「自己資本比率」、「時価ベースの自己資本比率（株式時価総額／総資産）」、「キャッシュ・フロー対有利子負債比率（有利子負債／キャッシュ・フロー）」、「インタレスト・カバレッジ・レシオ（キャッシュ・フロー／利払い）」について、同一の算定基準に基づく2～5年程度のトレンドを表形式で記載することが望まれる。
 - ・ この場合、表の欄外に、計算式及び算出に利用した数字のベースについて注記する。

5. 財政状態等に関する経営者の説明に係るわが国開示規制における課題

アメリカにおけるMD&Aの開示において、投資判断情報としての有用性に欠けた事例が多いことなどから、SEC規則改正のほか、ガイダンスの設定、開示例に対するSECコメント等が対応としてなされてきた。こうした点も踏まえ、わが国の財政状態等に関する経営者の説明に係る現行の開示規定や開示指針における課題を明らかにすることとする。

(1) 法定開示規制における課題

「記載上の注意」が規定している財政状態の分析についての「資本の財源及び資金の流動性に係る情報」という表現は、SECのMD&Aに係る開示規則（Reg. S-K：Item303）における用語をほぼ引用してきたものと考えられるが、「流動性」の定義もなく、これらの開示に関するインストラクション等も規定されていないなど、実効ある開示を規律する規則としては十分でない。また、経営成績の分析に係る「記載

上の注意」においても、「経営成績に重要な影響を与える要因についての分析」という簡単で抽象的な規定にとどまっている。こうした中で、「記載上の注意」において、それぞれについて「具体的に、かつ、分かりやすく記載すること」と規定していても、開示の実効性を求める観点からして非常に不十分なものであると言わざるを得ないであろう。このように、「記載上の注意」においては、財政状態等に関する経営者の説明の開示を求める基本的スタンスや開示指針もなく、また開示事項に関する具体的説明がないなど、投資判断に資する実効性のある情報開示に向けた規定が十分に設けられているとはいえない。

ここで、有価証券報告等の記載については、「記載上の注意」のほか、適切な記載を行うための手引きとして「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」が設けられている。同ガイドラインにおいて、開示書類の記載内容の審査における基本的スタンスに関する規定（A 共通事項）及び各個別事項についてのガイドライン（B 基本ガイドライン）においては、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に係るガイドラインは規定されていない。また、特定の記載項目を取り上げたガイドライン（C 個別ガイドライン）において、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」については、将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせるような事象等の解消または改善策に関する対応策の開示、つまり特別な財務状況等にある場合への開示指針のみを取り上げるにとどまっている。このように、企業内容等開示ガイドラインにおいて、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に関する全般的な個別ガイドラインは設けられていない。

上記の開示規制の下で、有価証券報告書において開示されている「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の内容は財務諸表に計上されている金額の単なる増減等を中心に記載しているにとどまる事例が多く、開示の意義・目的に適切に対応できていないと考えられる。こうしたことなどから、アメリカのMD&Aの開示内容に比しても相当及ばない状況にあると考えられ^(注10)、わが国法定開示規制とSECのMD&A開示規制との大きな相違を反映しているものといえよう。

（２）適時開示規制における課題

決算短信における「経営成績の分析」等の開示規制は「記載要領」に規定されており、その内容は有価証券報告書の「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に係る「記載上の注意」よりも、経営活動の展開を踏まえて、財政状態等の理解・分析に資するように規定されている。すなわち、決算短信の「記載要領」においては、勘定科目等の増減の状況だけでなく、当期の業績に重要な影響を与えたと上場会社自身が判断する事実、取引、契約並びに経済的な環境変化の内容及び影響の

程度について記載することを求めている。勘定科目等の増減の状況は、財務諸表において示されているものであり、それを単に掲げているようなものでは分析・説明とは到底言えないものであることを踏まえた規定と考えられる。また、業績に影響を及ぼした事実等の記載も掲げていることは財務諸表に計上された金額の説明に資するものであり、有価証券報告書に係る「記載上の注意」より決算短信の記載に係る「記載要領」の方が、情報利用者たる投資者の視点をより踏まえたものといえよう。

しかし、財政状態等に関する経営者の説明の開示を求める基本的スタンスが規定されていない。さらに、経営成績の分析については開示対象項目が例示されているものの、前記2.に掲げた財政状態等に関する説明の必要性からすると、十分なものとは言えない。例えば、「記載要領」においては、損益の実績と計画との比較、両者の乖離の原因となった具体的事項とそのプラス要因の活用またはマイナス要因への対応とそれぞれの効果を記載することが規定されていない。また、SECのMD&Aに係る規則（Reg. S-K：Item303）において規定されている事項、例えば損益に重大な影響を及ぼすと見込まれる既知の傾向、不確定要素等の財務諸表に計上された損益の背景・源泉等に関する説明及びそれらの事項が計画において盛り込まれていた場合あるいは盛り込まれていなかった場合における対応の実績に関する説明の記載も義務付けていない。また、こうした「財務諸表計上金額に関する説明の必要性」において求められる開示事項のほか、「財務諸表に計上されない経営資源に関する説明の必要性」に対応する開示規定が全く設けられていない。

次に、財政状態に関する分析においては、資産・負債・純資産・キャッシュ・フローの状況の増減の状況及びその主な要因並びに将来の見通しの記載が必要であるとの概括的な規定にとどまっている。資産・負債等の企業経営における役割を踏まえて実情を分析・説明する方法を具体的に求める規定が必要である。例えば、流動性についてはMD&Aに係る規則（Reg. S-K：Item303）において規定されている事項等も盛り込まれるべきであろう。記述の開示として記載すべき項目の例示も必要である。さらに、キャッシュ・フロー関係の指標の算定・揭示を求めているが、当該指標の状況・推移等に関する分析・説明は求められていない。

以上のとおり、法定開示規制よりも適時開示規制の方が財政状態等に関する経営者の説明の開示を求める規制の意義・目的に沿ってはいるものの、開示の基本的スタンス及び開示の指針や項目等が「記載要領」において十分に規定されていないと考えられる。

6. 財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制の見直し

証券市場における開示規制は、市場機能を有効適切に発揮させて国民経済の健全な

発展とともに投資者保護に資するものでなければならない（金商法1条）。そのためには、投資判断において欠くことのできない企業価値評価において実際に役立つ情報が開示されることを実現させる規制が必要である。つまり、投資者の合理的な投資判断に資する情報の開示こそが開示規制の目的とされることとなるので、財務諸表に金額的に集約表示された実績情報は今後の将来キャッシュ・フローの予測に有用なものであることが求められているものであることを基礎として、財政状態等に関する経営者の説明に係る実効性ある開示規制を設ける必要がある。

上記の観点から、前記5.において指摘した財政状態等に関する経営者の説明に係る現行規制における課題への対応を図るため、見直しがなされるべきである。まず、規制体系の見直しが必要である。すなわち、開示資料に係る記載上の注意や記載要領という位置づけのものではなく、SECの規制体系^(注11)のように、財務諸表以外の記述的情報の開示について体系化された独立の規制体系が設けられ、その中において財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制が設けられるべきである。次いで、財政状態等に関する経営者の説明について、その意義を踏まえた適切な開示が実施されるように規制内容が見直されるべきである。前述のとおり、財政状態等に関する経営者の説明に係るわが国の法定開示（「記載上の注意」、「企業内容等開示ガイドライン」）及び適時開示（「記載要領」）における規制内容は、実効性のある開示を実現するためには十分でなく、また適切でないところがあると考えられるからである。

ここで、財政状態等に関する経営者の説明に係る現行規制の見直しが図られる場合において、規制の基礎となる開示規制のあり方及び開示規制の見直しにおいて特に留意すべき事項並びに必要な新設規定について、以下において取り上げる。

（1）開示規制のあり方

財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制においては、その開示の意義と目的を踏まえた開示の基本的スタンスが規定される必要がある。この基本的スタンスについては、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions：IOSCO）による「経営者による財政状態及び経営成績の説明と分析に関する一般原則」（General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations）において指摘されているように、財政状態等に関する経営者の説明は財務諸表に計上されている財政状態等の現況及び変化を理解し、解き明かすことができるようにする情報（context）を提供し、将来の見通しを評価し得るような重要な過去と将来の見通しの開示を文書として提供するものである、とすることを基本として検討することが必要と考えられる。

そして、この開示の基本的スタンスを踏まえて開示原則を設け、それに従って開示

事項等が規定されるべきである。開示原則は、前記 2. に掲げた財政状態等に関する記述的説明の必要性に対応したものである必要がある。まず、「財務諸表計上金額に関する説明の必要性」については、国際会計基準審議会（the International Accounting Standards Board 以下「IASB」という。）により作成されたプラクティス・ステートメント「経営者による説明」（IFRS Practice Statement “Management Commentary”）を参考にすべきである。この「経営者による説明」は、IFRS（International Financial Reporting Standards 国際財務報告基準）に準拠して作成された財務諸表に関する「経営者による説明」の作成・開示のためのフレームワークを提示したものである。この「経営者による説明」の作成に関する原則（12項～21項）の概要を示せば、次のとおりである（注12）。

① 「経営者による説明」の作成原則

- イ) 企業の業績、状態、事業活動の進展の状況（progress）に対する経営者の見解を提示すること。ここに「事業活動の進展の状況」とは、企業が将来においてどのように成長し、あるいは変化を遂げると想定しているのかということだけではなく、当期において実際にどうであったのかを示すことをいう。
- ロ) 財務諸表に表示された情報を補足（supplement）し、完全（complement）なものにすること。

② 上記原則に従うため「経営者による説明」は以下の情報を含む。

- イ) 将来情報
- ロ) 「財務報告に関する概念フレームワーク」において規定されている質的特性（注13）を有する情報

また、「経営者による説明」は、企業の業績や経営者が表明している経営戦略等に関わる経営者の対応を財務報告の利用者が評価するのに役立つような情報を開示すべきであるとして、財務諸表には計上されていない経営資源がどのように経営活動に影響を及ぼし得るかということなどの開示も挙げている。このように、過去実績についての説明に加えて、企業の目指す方向、ターゲット及び将来についての経営者の見通しを説明することは財務報告の利用者が企業の過去の業績及び現状から今後の予想を立てるのに役立つ、という IASB の視点は重視されるべきである。

ただし、「経営者による説明」は、財務諸表以外の投資判断情報を構成する 3 類型（注14）、すなわち①財務諸表の分析・説明に関する情報、②企業の理解及び経営活動等に関する情報、③将来の予測に関する情報の中で、①の財務諸表に関する説明以外の類型に属するものも含まれていることに留意して開示原則の策定を行う必要がある。

る。また、財政状態等に関する経営者の説明の必要性を明確にする観点から、前記２．に掲げた「財務諸表計上金額に関する説明の必要性」と「財務諸表に計上されない経営資源に関する説明の必要性」に対応する原則をそれぞれ規定する構成とすべきである。

(２) 開示規制の見直しにおける留意事項

上記の開示原則を踏まえ、財政状態等に関する経営者の説明に係る開示事項等について実効性のある開示規制が設けられるべきである。その際、特に留意すべき点について次に取り上げる。

① 支払能力に関する説明

財政状態に関する説明においては、企業が経営活動を進めていく中で支払能力に影響を及ぼすと見込まれる事項が開示対象となるように明確、かつ、具体的に規定される必要がある。事業活動に伴う債務の返済、今後の投資活動等に係る所要資金の調達及び支払能力の分析・評価には、営業活動からのキャッシュ・フローの見込みが重要な情報となるので、例えば企業が予測している売上収入、仕入や販売・管理に伴う支出の見込みについて決済条件などを踏まえて説明することが必要となる。つまり、損益・キャッシュ・フローの実績と予測を踏まえて、企業の支払能力の維持において重要な流動性及び資本源泉の現況と今後の見込みにおいて必要となるものについての開示が求められる。これらの情報の投資判断情報としての有用性はいうまでもないことである。したがって、こうした内容の開示を求める開示規制が必要である。

支払能力に関する説明については、MD&Aに係るSEC規則の規定を参考にして、企業の現在及び将来の資金ニーズを満たすために必要な資金を生み出す能力という流動性の概念を明確に定義した上で、流動性の向上または悪化に重要な影響を及ぼすことが見込まれるあらゆる傾向、要因、コミットメント、事象、不確定要素に係る既知の事項等を開示対象事項として具体的に規定すべきである。この場合、開示規制において参考とすべき上記のSEC規則が設けられていたアメリカにおいて、MD&Aにおける開示において改善すべき多くの事例が検出され、MD&Aガイダンスや規定解釈の説明がなされてきたことにも留意する必要がある。

特に、MD&Aガイダンスが公表されていたものの、その後MD&Aの実効性ある開示に向けてSECによる「流動性と資本の財源に関するMD&Aガイダンス」が追加公表される状況となったことにも注意する必要がある^(注15)。同ガイダンスは、既存のSEC規則の修正や追加の開示を設けるものではなく、開示を行うSEC登録会社における流動性及び資金調達リスクに関する開示の

改善を求めるものである。同ガイダンスにおいては、例えば財務諸表には借入金の期末残高が計上されるだけであるが、単に期末における借入金の増減に関する説明だけでなく、期中における重要な借入金の増減があった場合は会社の流動性のポジションについて投資者が理解できるように説明することが例示されるなど、MD&Aの有する意義と有用性を踏まえた説明が丁寧になされており、まさに実効性のある開示指針としての役割を目指したものとなっている。財務諸表に計上されない経営資源やオフバランス取引等を含めた財政状態に関する説明を求めている開示規制の理解に資することとなるためである。この例示についていえば、さらに期中の借入金の増減が資金計画に即して対応したものかあるいは資金ポジションの関係から計画外の対応であったのかも含めての開示が必要であると考えられる。このように、開示の方向性を具体的に指示・説明する内容を有する開示規制の設定が必要である。

② 計画と実績の比較・分析に関する説明

経営成績の理解・分析においては、経営活動の成果たる利益という実績値がもたらされた背景となっている事情や要因を知ることが当該実績値を理解し、将来キャッシュ・フローを分析・評価していくうえで必要なものとなる。一般に、経営活動のために必要となる計画とその実施に係る主要プロセスは次のように考えられることから、これを踏まえて、計画と実績の比較・分析に関する説明がなされることが適当であると考えられる。

- イ) 経営資源を利用して利益確保のための経営計画を策定する。すなわち、経営活動を進めていくための計画としての中長期計画及びその計画を踏まえた当期予算（当期の損益予算及び資金予算）を策定する。
- ロ) 経営計画を実現するための施策を実施する。経営活動において、計画と実績とを比較し、乖離が生じた場合の原因分析と対応を策定し、実施する。
また、上記経営計画の前提としている内部要因（企業の経営資源や経営体制等）及び外部要因（一般経済及び業界の状況等）について変動が生じた場合の対応を策定し、実施する。

上記のプロセスを踏まえ、経営者は経営責任を認識しながら、経営活動の展開において計画と実績との乖離（予実乖離）の原因を分析・検討して、計画の達成に向けて対応を図るのが通常であると考えられる。すなわち、計画と実績の乖離の原因として、計画において設定されていた企業の内部要因または外部要因に変化が起っていたかがまず確認され、対応がなされる。内部要因として、例えば生産コスト削減の実績が計画より効果が上がった場合（プラス要因）

の活用、その逆の場合（マイナス要因）への対応がなされる。外部要因として、例えば為替レートが想定レートより上昇または下落した場合への対応が計画にどのような影響を及ぼしたかが評価されて、対応がなされる。こうした経営活動における対応が事業年度における実績となる。

したがって、計画と実績との状況を具体的に分析・評価した説明が提供されなければ、企業外部の投資者において当期の業績の結果たる実績が適切、かつ、十分に理解されないこととなってしまうであろう。そこで、上述したような計画と実績の比較・分析について、財務諸表に計上されたものと計上されないものを含めて、経営者の説明がなされるように開示規制が設けられる必要がある。

（３）必要な新設規定：セーフ・ハーバー・ルールの設定

財政状態等に関する経営者の説明においては、上述のとおり、将来情報も含まれる。将来情報は過去の実績を示す確定情報ではないことから、実績とは異なる結果となることが想定される。現時点での業績等の予測と将来の時点での実績との相違の存在が直ちに違法または違反となる措置が取られるのであれば、将来情報の開示は十分に期待できないこととなってしまう。一方で、財政状態等に関する経営者の説明は、経営者目線による情報として開示されるものであることからすれば、そこには経営者の判断によるものが含まれることとなる。経営者の判断による情報は、経営者サイドに寄り添った情報あるいは必要な情報の開示の欠缺、つまり中立性の欠けた情報をもたらすおそれのある恣意性リスクに留意しなければならないものである。

こうした経営者の判断は、評価・見積り等が必要となる財務諸表の作成においても多くの項目においてなされることとなっているが、有価証券報告書における財務諸表は外部監査人たる公認会計士または監査法人の監査証明を受けなければならない（金商法193の2第1項）。決算短信の財務諸表についても、外部監査人から特に問題となる点がないとの事実上の了承を得られた段階において速やかに開示されることが要望されている^{（注16）}。しかし、財政状態等に関する経営書の説明については、こうした外部検証による信頼性の保証はなされていない。

そこで、財政状態等に関する経営者の説明について、開示意欲をそぐことなく、かつ、恣意性リスクに留意した開示規制を設ける必要がある。すなわち、経営活動プロセスにおける経営計画や当期予算等の将来情報が実績との相違が生じ得ることも踏まえつつ、経営者の恣意性リスクの排除の視点の明確化という観点から、将来情報が合理的基礎に基づき誠実に作成されて開示された場合には違法または違反にならないものとする免責条項、いわゆるセーフ・ハーバー・ルール（safe harbor rule）の制定が必要であると考えられる。アメリカにおいては、ルール175（Rule 175）がこのセーフ・ハーバー・ルールを規定しており、将来情報が含まれるMD&Aの開示につ

いても適用されている。

ここで、わが国法定開示書類である有価証券報告書においては将来情報の開示は推奨されていないものの、禁止されてはいない（前記4.（1）③参照）。ルール175を制定しているアメリカにおいては、投資判断に有用な開示情報という視点から、法定開示において将来情報の開示が推奨されるとともに開示スタンス等も規定されている（Reg. S-K : Item 10）。一方、適時開示による決算発表における決算短信においては、次期の業績予想等の将来情報の開示が原則的に求められている。

以上のように、経営者の判断が含まれる将来情報は開示が可能（法定開示）または求められているので（適時開示）、上述の将来情報の特性を踏まえてセーフ・ハーバー・ルールの制定は現行の開示規制においても必要なものである。特に、決算発表においては大半の上場会社が次期の業績予想を開示しており^{（注17）}、適時開示における開示遵守条項における虚偽記載禁止条項（上場規程412条1項1号）違反のおそれや不法行為責任の追及^{（注18）}との関係も踏まえれば、セーフ・ハーバー・ルールの制定が急務である。今後、財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制を見直していく場合、将来情報の開示の必要性も踏まえて、より一層セーフ・ハーバー・ルールの制定は欠くことのできないものと考えられる。

おわりに

投資判断において求められる重要な情報の開示が適時、適切に実効性をもって実施されることが投資者保護に資する結果、価格発見機能等の証券市場の機能発揮が適切になされるようになる。こうした観点から、企業内容等の開示に関する規制が適切に整備・運用されなければならない。本稿においては、証券市場における企業内容等に関する情報開示のルートを踏まえて、公的規制たる法定開示制度と自主規制たる適時開示制度における財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制を取り上げ、双方の現行開示規制における課題を明らかにしたうえで見直しをすることが必要であることを論述した。すなわち、投資判断の基礎となる企業価値の把握において必要となる将来キャッシュ・フローの算定において、現行のGAAPにより作成された財務諸表のみでは企業の財政状態等の実態について説明し、かつ、全てを計上することが困難であると考えられることから、「財務諸表計上金額に関する説明の必要性」と「財務諸表に計上されない経営資源に関する説明の必要性」を踏まえて、財政状態等に関する経営者の説明が有効かつ適切になされることを確保するための開示規制が必要である。

ここで、財政状態等に関する経営者の説明においては、開示規制の見直しにおいて留意事項として取り上げた、実績と計画との比較・説明が含められる。特に、当期の

実績と既に開示済みの計画との比較についての説明が注視される。合理的な計画の策定と予実分析を通じた計画の管理という適切な予算管理を踏まえた比較・説明が開示されることは、計画と実績の比較を通じた将来キャッシュ・フローの評価に資するものとなるからである。この計画は、前期事業年度の決算発表における決算短信（サマリー情報）において次期の業績予想として開示されるが、最近、その信頼性を失墜せしめるような問題事例が生じている^{（注19）}。合理的基礎に基づき誠実に作成された将来情報たる業績予想でなければ開示情報としての要件を欠くものであり、こうした不適切な開示は厳格に排除されなければならない。

そのため、将来情報である業績予想の開示を求める適時開示制度を所管する取引所については、自主規制機関としての適切な対応が求められる。業績予想の開示の前提となる合理的な計画の作成と予実管理等については、まず新規上場の際に取引所による上場審査において検証することとなっている^{（注20）}。上場適格性については、新規上場会社のみでなく既上場会社においても当然維持されていなければならないことから、取引所は上場後も適切な開示の実施を上場会社に求めており（上場規程412条1項各号）、必要な場合には開示に関する審査を行う枠組みも設けられている（上場規程412条2項）。こうした適時開示に関する検証及び監視に係る自主規制が設けられている中で上記のような問題事例が生じていることからすると、実効性ある上場審査と上場管理がなされていくことが強く求められる。すなわち、財政状態等に関する経営者の説明に係る開示規制を実効性あるものにするためにも計画（次期の業績予想）の開示を求めている適時開示に係る自主規制業務が適切、かつ、十分に実行されなければならないということである。

（注）

1. 久保幸年『適時開示制度と定性的情報の開示』、中央経済社、2010年、19～22頁
2. 本稿においては、取引所に関するものについては、（株）東京証券取引所（「東証」と略称する。）を取り上げる。同取引所の有価証券上場規程は上場規程と略称する。
3. 適時開示制度において決算短信という取引所が制定している所定の様式による事業年度毎の決算情報の開示は一般に決算発表と呼ばれていることを踏まえ、本稿においてもこの呼称を用いることとする。
4. 古賀智敏「統合レポーティング時代における会計研究の認識基点」、『企業会計』、Vol. 64、No. 10、2012年10月、17～23頁

また、決算情報として財務諸表を中心に開示する決算発表の有用性に関する実証研究は以前から多くなされているが、最近もその重要性が次のとおり確認されている。薄井彰「決算短信の情報有用性は過去25年間で低下していたか」、『早稲田商

学』、Vol. 434、2013年1月、725～741頁

5. 有価証券報告書への導入は金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」（2002年12月）を踏まえて行われた。同報告書において、「経営者による財務・経営成績の分析（MD & A）（経営成績に重要な影響を与える要因についての分析等）についての開示」の充実が提言され、その別紙2「「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告」において、MD & Aの導入について「米国における年次報告書の記載内容の実例などの国際的動向をも踏まえて」検討がなされることが提言されている。

6. SEC, “Interpretation: Guidance regarding Management’s Discussion & Analysis of Financial Condition and Results of Operations” Release Nos. 33-8350; 34-48960; FR-72、2003年12月

7. 例えば、次のものがあげられる。

SEC, “Commission Statement about Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” Release Nos. 33-8056; 34-45321; FR-61、2002年1月

SEC, “Sample Letter Sent to Public Companies on MD&A Disclosure Regarding the Application of SFAS 157 (Fair Value Measurements)”、2008年3月

SEC, “Sample Letter Sent to Public Companies on MD&A Disclosure Regarding the Application of SFAS 157 (Fair Value Measurements)”、2008年9月

SEC, “Sample Letter Sent to Public Companies on MD&A Disclosure Regarding Provisions and Allowances for Loan Losses”、2009年8月

8. 決算短信は決算日後40日程度の時期に開示され（東証による各事業年度毎の「決算短信発表状況の集計結果について」参照）、大半の有価証券報告書（提出期限：事業年度終了後3か月以内（金商法24条1項））よりも約1ヶ月半以上前に開示されている。

9. 「経営成績に関する分析」についての記載要領のうち、次の事項は当期実績である経営成績に関する説明を求める規定ではなく、将来の業績予想等そのものに関するものであるため、除いている。

① 「今後の見通し」…生産、販売、損益など、次期を含む将来における業績全般及びセグメント・事業分野別の見通しに関する分析を記載することなどの将来予測情報の開示の要望。

② 「中期経営計画等の進捗状況」…中期経営計画等がある場合にはその概要や進捗状況、あるいは直近に終了した中期経営計画等の達成状況及びこれらに対する評価を記載することなどの要望。なお、この記載は、決算短信の他の開示項

目である「経営方針」の「中長期的な会社の経営戦略」に記載してもよい。

- ③ 「目標とする経営目標の達成状況」…既に開示している目標とする経営指標（例えば、目標ROE、ROAなど）がある場合、その達成状況及びそれに対する評価等を記載することの要望。なお、この記載は、決算短信の他の開示項目である「経営方針」の「中長期的な会社の経営戦略」に記載してもよい。
10. アメリカのNYSE（ニューヨーク証券取引所）にも上場しているわが国上場会社14社の有価証券報告書はSECに提出する年次報告書のForm20-Fの記載に準じている場合が多い。市場間における情報開示の重要な差異を生ぜしめないためである。Form20-Fは、外国会社用の様式であり、アメリカ国内会社用の年次報告書Form10-KにおけるMD & Aに準じた「経営成績及び財務の状況と展望」（OPERATING AND FINANCIAL REVIEW AND PROSPECTS）の記載にとどまるものの、それをもとに有価証券報告書の「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの分析」に記載された内容の方がわが国取引所のみ上場の同業他社のものより、明らかに質量ともに充実している状況にある。
11. 財務諸表と記述的情報の作成・開示等に係る規則（regulation）としてReg. S-XとReg. S-Kがそれぞれ制定されている。
12. 久保幸年「IASBプラクティス・ステートメント「経営者による説明」の解説」、『旬刊経理情報』、No. 1271、2011年2月、23～27頁
13. 基本的な質的特性は、目的適合性と忠実な表現をいう（IASB「財務報告に関する概念フレームワーク」QC5）。
14. 久保・前掲1、186～188頁
15. SEC、“Commission Guidance on Presentation of Liquidity and Capital Resources Disclosures in Management’s Discussion and Analysis”、Release Nos. 33-9144; 34-62934; FR-83、2010年9月
16. 1976年4月、東証が上場会社に通知した「決算発表に関する要望について」（東証上場第189号）によるものである。この決算発表の時期に関する要望が適切であることについては次を参照。久保幸年「決算情報の適時開示について」、『RIDディスクロージャーニュース』VOL. 26、宝印刷（株）総合ディスクロージャー研究所、2014年10月、155～162頁
17. 毎事業年度、ほとんどの上場会社において業績予想が開示されている状況である。例えば、2015年3月期決算における業績予想の開示を行った上場会社の割合は96.7%である（東証上会第1003号「平成27年3月期決算短信発表状況の集計結果について」の「2. 決算短信における業績予想の開示状況」、2015年6月）。
18. 適時開示における虚偽記載については、例えば次の事例（ライブドア事件）のよ

うに、不法行為（民法709条）による損害賠償責任を負う場合もある。黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔上〕—東京地判平成二年五月二一日—」、『商事法務』、No. 1871、2009年7月、4～15頁

19. 2015年3月、(株)日本取引所グループは、新規公開会社の経営者による不適切な取引への対応や上場直後の業績予想の大幅な修正への対応等のため、「最近の新規公開を巡る問題と対応について」を一般に公表している。
20. 新規上場は、上場適格性に係る要件について検証する上場審査によって適合が認められた場合に実現する（上場規程207条1項各号）。この上場審査においては、上場後の決算短信等の開示など、適時開示に係る規則を遵守し、またその他の要請にも対応できる体制にあるかどうか審査される（上場審査等に関するガイドラインⅡ 5.（1）、新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）Ⅲ 4（1））。業績予想等の次期の見通しに関する開示も、予算管理における予算の策定と予実分析を通じた期中の計画の管理という経営管理を踏まえたものとする必要があることから、こうしたことについて上場審査が行われるものである。

<参考文献>

1. 伊藤邦雄「財務報告の変革と企業価値評価」、『企業会計』、Vol. 63、No. 12、2011年12月、48～57頁
2. 岡田依里『企業評価と知的資産』、税務経理協会、2002年2月
3. 久保幸年『マーケットサイド・ディスクロージャー 市場指向の企業情報開示』、中央経済社、2000年5月
4. 久保幸年「米国のMD & A開示指針とわが国での開示上参考となるポイント」、『旬刊経理情報』、NO. 1058、26～30頁、2004年8月
5. 久保幸年『適時開示制度と定性的情報の開示』、中央経済社、2010年6月
6. 久保幸年「公的規制と自主規制によるディスクロージャーの構成と課題—法定開示と適時開示—」宝印刷総合ディスクロージャー研究所編、別冊商事法務No. 369『金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題』、商事法務、2012年4月、137～152頁
7. 経済産業省「知的財産情報開示指針 特許・技術情報の任意開示による企業と市場の相互理解に向けて」、2004年1月
8. 経済産業省「知的資産経営の開示ガイドライン」、2005年10月
9. (財)財務会計基準機構『有価証券報告書における「事業等のリスク」等の開示に関する検討について（中間報告）』、2004年2月
10. 日本公認会計士協会経営研究調査会研究報告第29号『知的資産経営情報の開示と

公認会計士の役割について』、2006年7月

11. 古市峰子「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」、『金融研究』、VOL. 22、No. 1、日本銀行金融研究所、2003年3月
12. 古庄修「I A S B実務意見書『経営者による説明』の到達点」、『企業会計』、Vol. 63、No. 4、2011年4月、129～137頁
13. 古庄修『統合財務報告制度の形成』、中央経済社、2012年3月
14. 若杉明『人的資源会計論』、森山書店、1973年11月
15. 若杉明「人的資源の認識と測定—人的コスト説と人間資産説—」、『L E C 会計大学院紀要 第12号』、2015年3月、129～137頁

(くぼ ゆきとし・大原大学院大学 会計研究科教授)